



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

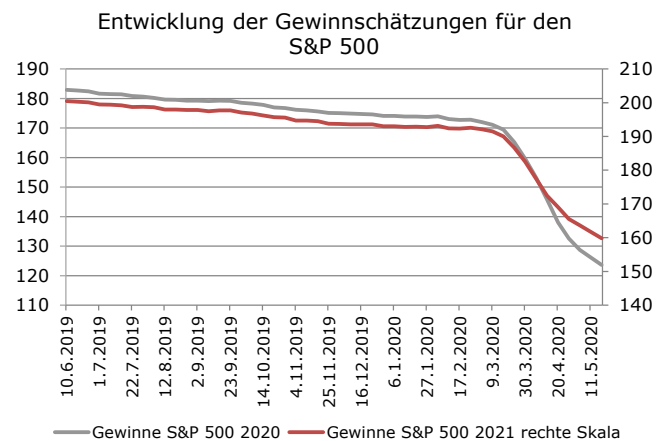
20. Mai 2020

### Die Corona-Rallye: Verstehen Sie schon oder staunen Sie noch?

An Märkten entstehen Kurse, indem Millionen von Investoren über Kauf- und Verkaufentscheidungen indirekt miteinander kommunizieren. Natürlich spielen hier zuweilen auch Angst und Gier eine Rolle, und man sollte daher als einzelner Investor nicht die Erwartungshaltung haben, jede Bewegung an den Märkten verstehen zu können. Dementsprechend gibt es immer wieder auch Tage, an denen man mehr oder weniger über die Entwicklung staunen muss. Montag war so ein Tag: Der DAX legte so stark zu wie sonst in einem normalen Jahr – und zwar 5,6%. Als wäre das für sich genommen nicht schon erstaunlich genug, geschah das vor dem Hintergrund zunehmend dunkler werdender Konjunkturperspektiven. Inzwischen wird es immer wahrscheinlicher, dass eine große Zahl bedeutender Volkswirtschaften im zweiten Quartal um 10% oder mehr schrumpfen wird, was historisch einmalig sein dürfte. Offensichtlich hält das aber immer weniger Investoren davon ab, mit Mut und Zuversicht nach vorne zu schauen und Aktien zu kaufen.

Damit ist nun für eher skeptische Zeitgenossen der Punkt erreicht, die eigene Position zu hinterfragen und zu überlegen, ob man möglicherweise einen Puzzlestein in der aktuellen Gemengelage übersehen haben könnte, der die gewaltige Aufholjagd an den Börsen tatsächlich auch fundamental rechtfertigt. Also versetzen wir uns doch einmal in die Gedankenwelt eines Investors, der am Montag Aktien gekauft hat. Die Aktien wurden sicher nicht gekauft, weil sie günstig erscheinen. Die Gewinnschätzungen befinden sich immer noch mehr oder weniger im freien Fall – wenn sich dieser Trend noch

einige Monate fortsetzt, und die Kurse ab jetzt nicht mehr steigen, schießt das KGV im S&P 500 mit einem rollierenden 12-Monats-Blick auf die Gewinne des laufenden und nächsten Fiskaljahres leicht auf 22 Punkte oder mehr. Das ist mit Ausnahme des Jahres 2000 der höchste Wert der letzten 20 Jahre, und das mitten in der schärfsten Rezession seit dem zweiten Weltkrieg.



Für Europa zeichnet sich bewertungstechnisch ein ähnliches Bild, womit Bewertungsaspekte als Kaufgrund definitiv ausscheiden. Aber vielleicht ist das genau der Punkt: In einer Welt, in der Staaten und Notenbanken die Wirtschaft mit Liquidität schon fast zwangsbeatmen, verlieren Bewertungsüberlegungen an Bedeutung. Und gerade in einer Rezession, die nicht wie ein symmetrisches V verläuft, sondern eher eine langgezogene Erholung erwarten lässt, sind über lange Zeit tiefe Zinsen und Renditen zu erwarten. Und dann ist ohnehin nicht mehr ganz klar, was überhaupt noch eine faire Bewertung wäre, denn dann wäre die Summe zukünftiger Ge-

winne aufgrund der fehlenden Abzinsung gigantisch hoch, was wiederum eine sehr hohe Marktkapitalisierung der Unternehmen rechtfertigen würde. Man kann sogar noch einen Schritt weiter gehen. Angenommen, man vertritt die These, dass die Corona-Pandemie als Auslöser für eine nachgelagerte; veritable Staatsschuldenkrise fungieren könnte. Dann wären Staaten (noch mehr als zuvor) an einer Art finanzieller Repression interessiert, die darauf abzielt, Sparer und Geldanleger schleichend zu enteignen und den Staat über Inflation real zu entschulden. Auch hier spielt die Niedrigzinspolitik eine zentrale Rolle, in diesem Fall aber mit dem (möglicherweise unausgesprochenen) Ziel, die Inflation für längere Zeit auf ein überdurchschnittliches Niveau zu heben. Auch hier wäre man als Aktionär nicht schlecht aufgestellt, denn Gewinne sind nominale Größen; eine Geldentwertung hebt die Gewinne in ähnlichem Umfang wie die Inflation. Mit Aktien müsste man sich damit real mehr oder weniger gut vor Inflation schützen können. Wenn sich dann noch, wie am Montag, die Nachrichtenlage durch kleine Erfolge in der Impfstoffentwicklung aufhellt und Frankreich und Deutschland den nächsten Mega-Rettungsfonds an den Start bringen wollen, dann überrascht es dann vielleicht doch nicht, wenn die Aktienmärkte ein riesiges Fest feiern.

Aber wie im echten Leben kommt nach großen Festen, wenn man es beim Feiern ein wenig übertrieben hat, der Kater. In diesem Fall ist es aber nicht der Alkohol, sondern die drohenden Insolvenzen, vor denen man sich als Investor fürchten sollte. Denn spätestens bei drohenden Insolvenzen hilft keine finanzielle Repression, keine Inflation und kein Negativzins mehr. Und neben erwarteten Gewinnen preist der Markt immer auch erwartete Insolvenzwahrscheinlichkeiten ein. Im Moment scheinen mit Blick auf die Kurscharts der letzten Wochen diese Insolvenzwahrscheinlichkeiten aber eher noch gering zu sein. Wir haben auch keinen Zweifel daran, dass die Indexschwergewichte in Europa, den USA und Asien diese Krise überleben werden. Unsere Sorge gilt eher den Werten aus der zweiten und dritten Reihe. Erst wenn klar wird, dass Konsumenten sich auch dann noch im Konsum zurückhalten werden, wenn vielleicht schon ein Impfstoff in Sicht ist, und dass Familien auch dann noch auf Reisen verzichten, wenn sie eigentlich schon wieder reisen dürften, werden Insolvenzrisiken vernünftig eingepreist werden. Es ist absurd zu glauben, dass

ein dramatischer, simultan weltweit stattfindender Anstieg der Arbeitslosigkeit innerhalb weniger Wochen sowie ein nie dagewesener Abriss der Einzelhandelsumsätze keine Schleifspuren in Form von Insolvenzen hinterlassen wird. Das betrifft dann nicht Netflix, Amazon und Co, aber dafür viele kleinere Unternehmen, die zusammen eben doch mehr als 50% der Marktkapitalisierung von Indizes ausmachen können. Dabei geht es auch weniger darum, dass die Firmen tatsächlich alle in die Insolvenz rutschen – entscheidend für die Märkte ist vielmehr, dass es zu einer Änderung der Einschätzung für die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz kommt. Und wenn diese Wahrscheinlichkeit auch nur für einen Teil der Unternehmen von fünf auf zehn Prozent nach oben revidiert wird, dürfte dies schon für ein kleines Beben an den Börsen sorgen.

Es existiert übrigens noch ein Aspekt, der das Potenzial hat, einen Kater bei Investoren zu verursachen. Dabei geht es um den negativen Produktivitätsschock, der gerade um sich greift und vermutlich auch noch einige Zeit der Wirtschaft zu schaffen macht. Die Produktivität ergibt sich aus der Wertschöpfung, die durch den Einsatz von Arbeit entsteht. Im Moment geht nicht nur der Einsatz von Arbeit deutlich zurück - auch der Output pro Stunde sinkt durch vielfache „Hindernisse“. Das beginnt mit den Unzulänglichkeiten, die die Arbeit im Home Office mit sich bringen und hört noch lange nicht bei fehlerhaften Lieferketten auf. Der größte Produktivitätstreiber der letzten Jahrzehnte war vermutlich die Globalisierung. Auch hier ist in den nächsten Jahren eher mit Rückschritten und weniger mit Fortschritten zu rechnen, da die Produktion nach den Erfahrungen der letzten Monate eher wieder lokaler und weniger global erfolgt. Zudem spricht viel für zurückhaltende Investitionsentscheidungen der Unternehmen, mit entsprechenden Folgen für die Geschwindigkeit des technologischen Wandels und damit für eine weitere Entschleunigung im Produktivitätswachstum. Nun ist es aber so, dass Aktienmärkte eine Entschleunigung im Produktivitätswachstum nicht mögen. Auch das spricht dafür, dass die Bäume nicht in den Himmel wachsen werden. Und auch wenn wir zum Teil die Gründe verstehen, warum Investoren von Tat zu Tag ein wenig mutiger werden: Wir geben gerne zu, auch immer noch ein wenig über die Entwicklung zu staunen. Denn das Ausklammern und Wegdefinieren von Risiken war in der Vergangenheit kein guter Ratgeber an Kapitalmärkten.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	20.05.2020 11:39	13.05.2020 -1 Woche	17.04.2020 -1 Monat	19.02.2020 -3 Monate	17.05.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	24207	4,1%	-0,1%	-17,5%	-6,0%	-15,2%
S&P 500	2923	3,7%	1,7%	-13,7%	2,2%	-9,5%
Nasdaq	9185	3,6%	6,2%	-6,4%	17,5%	2,4%
Value Line Arithmetic	5342	6,8%	6,7%	-19,9%	-12,7%	-19,8%
DAX	11065	5,0%	4,1%	-19,8%	-9,6%	-16,5%
MDAX	24161	2,6%	8,1%	-17,7%	-6,3%	-14,7%
TecDAX	3061	2,4%	6,6%	-7,1%	6,7%	1,5%
EuroStoxx 50	2897	3,1%	0,3%	-25,1%	-15,4%	-22,6%
Stoxx 50	2850	1,3%	0,8%	-19,5%	-9,2%	-16,3%
SMI (Swiss Market Index)	9739	1,1%	1,3%	-13,5%	0,8%	-8,3%
FTSE 100	5995	1,5%	3,6%	-19,6%	-18,4%	-20,5%
Nikkei 225	20595	1,6%	3,5%	-12,0%	-3,1%	-12,9%
Brasilien BOVESPA	80742	3,8%	2,2%	-30,7%	-10,3%	-30,2%
Russland RTS	1203	8,3%	11,5%	-22,0%	-4,1%	-22,3%
Indien BSE 30	30721	-4,0%	-2,7%	-25,7%	-19,0%	-25,5%
China Shanghai Composite	2884	-0,5%	1,6%	-3,1%	0,0%	-5,5%
MSCI Welt (in €)	2061	2,4%	1,3%	-16,4%	-0,6%	-10,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	925	1,0%	1,8%	-17,3%	-5,3%	-14,9%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	172,70	-93	-15	-196	564	221
Bobl-Future	135,21	-51	-9	46	167	158
Schatz-Future	112,09	-14	-10	6	5	19
3 Monats Euribor	-0,26	-1	-2	14	5	12
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,38	1	-1	7	-9	0
3 Monats \$ Libor	0,38	-2	-73	-132	-215	-153
Fed Funds Future, Dez 2020	0,05	2	-2	-121	-177	-1
10-jährige US Treasuries	0,70	6	4	-88	-170	-122
10-jährige Bunds	-0,46	7	2	-4	-35	-27
10-jährige Staatsanl. Japan	0,01	1	0	5	6	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,51	1	-5	25	-12	-3
US Treas 10Y Performance	723,62	-0,5%	-0,6%	10,1%	20,3%	13,8%
Bund 10Y Performance	676,88	-0,6%	-0,2%	0,3%	3,8%	2,8%
REX Performance Index	496,68	-0,3%	0,0%	0,0%	0,5%	0,7%
IBOXX AA, €	0,65	6	-7	54	22	35
IBOXX BBB, €	1,88	7	-10	122	55	97
ML US High Yield	7,97	-17	-7	212	128	193
Wandelanleihen Exane 25	7325	0,0%	1,2%	-7,8%	0,3%	-4,3%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	367,92	1,5%	4,9%	-8,7%	-10,8%	-8,4%
MG Base Metal Index	256,93	1,6%	1,6%	-8,5%	-13,7%	-14,4%
Rohöl Brent	35,11	20,0%	24,5%	-40,9%	-51,7%	-47,1%
Gold	1748,31	1,9%	3,2%	8,8%	37,0%	15,0%
Silber	17,39	12,2%	14,9%	-4,9%	20,4%	-3,0%
Aluminium	1459,65	1,0%	-0,7%	-13,6%	-19,2%	-18,1%
Kupfer	5326,50	2,6%	2,6%	-7,3%	-11,7%	-13,4%
Eisenerz	90,65	2,6%	7,7%	5,8%	-5,9%	-1,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	453	13,8%	-39,7%	-2,6%	-56,4%	-58,4%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,0952	0,7%	0,8%	1,4%	-2,0%	-2,5%
EUR/ GBP	0,8940	0,8%	2,7%	7,3%	2,0%	5,5%
EUR/ JPY	117,87	1,4%	0,9%	-1,2%	-3,7%	-3,3%
EUR/ CHF	1,0583	0,5%	0,6%	-0,4%	-6,2%	-2,5%
USD/ CNY	7,1041	0,2%	0,4%	1,5%	2,7%	2,0%
USD/ JPY	107,71	0,6%	0,2%	-3,3%	-2,2%	-0,8%
USD/ GBP	0,8165	-0,2%	2,1%	5,8%	4,0%	8,2%

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen  
+49 40 3282-2409  
blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.